

Aprile 2018

Il «nuovo» quadro normativo europeo sulle cartolarizzazioni del Regolamento (UE) 2017/2402

Salvatore Graziadei, Gattai, Minoli, Agostinelli, Partners

1. Gli obiettivi del Regolamento 2017/2402

L'approvazione del Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 Dicembre 2017 (di seguito, il «**Regolamento 2017/2402**») rappresenta un intervento normativo di significativa importanza nella regolamentazione del mercato delle cartolarizzazioni. L'obiettivo è quello di disegnare un «nuovo» quadro normativo europeo relativo alle cartolarizzazioni: da un lato, il Regolamento 2017/2402 introduce una nuova e peculiare disciplina per le «*cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate*» (le c.d. «**Cartolarizzazioni STS**»); dall'altro riordina ed interviene in alcune materie proprie della regolamentazione relativa alle cartolarizzazioni (quali, ad esempio, la necessità per l'investitore di effettuare attività di «*due diligence*», nonché la necessità di mantenere un interesse economico netto nella cartolarizzazione (il c.d. «*skin in the game*») già oggetto di regolamentazione in ambito UE ⁽¹⁾).

Il Regolamento 2017/2402 si colloca nel quadro generale di favore per il mercato delle cartolarizzazioni disegnato dalla Commissione che ha individuato nelle cartolarizzazioni (*i.e.* «*nelle cartolarizzazioni di elevata qualità*») un volano per crescita economica dell'Unione Europea ⁽²⁾.

Pertanto, partendo dall'assunto che la «*cartolarizzazione è un elemento importante ai fini del buon funzionamento dei mercati finanziari*» che «*consente di distribuire in modo più diffuso i rischi nel settore finanziario*» e che «*può migliorare l'efficienza del sistema finanziario*», costituendo altresì «*un ponte tra gli enti creditizi e i mercati dei capitali apportando benefici indiretti alle imprese e ai cittadini*», il Regolamento 2017/2402 prevede una disciplina tesa nell'insieme a strutturare la cartolarizzazione in modo solido

⁽¹⁾ Si pensi, ad esempio, alla normativa in tema di «*risk retention*» e «*due diligence*» prevista dal Regolamento (UE) n. 575/2013, o dal Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013, o dal Regolamento (UE) n. 35/2015.

⁽²⁾ Cfr. Comunicazione della Commissione al Parlamento UE al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo, al Comitato delle Regioni e alla Banca Europea per gli Investimenti del 26 novembre 2014 su un piano di investimenti per l'Europa.

(cercando di eliminare tutti gli elementi che possano rendere tali operazioni molto complesse, opache e rischiose), sì da distinguere al meglio le operazioni semplici, trasparenti e standardizzate e, conseguentemente, consentire agli investitori di applicare un quadro prudenziale più sensibile al rischio.

2. L'ambito di applicazione del Regolamento 2017/2402

L'Articolo 1 («*Oggetto ed Ambito di Applicazione*») del Regolamento 2017/2402 costituisce il manifesto programmatico di tale regolamento; *in primis* stabilisce che lo stesso prevede norme applicabili in maniera indistinta a tutte le cartolarizzazioni (come specificatamente definite nel Regolamento 2017/2402 – si veda il paragrafo successivo) e poi individua i vari ambiti della cartolarizzazione disciplinati dal Regolamento 2017/2402.

Il presente lavoro intende concentrarsi sulle principali previsioni del Regolamento 2017/2402 applicabili a tutte le cartolarizzazioni.

3. La definizione di cartolarizzazione: ambito oggettivo di applicazione del Regolamento 2017/2402

Il Regolamento 2017/2402 si applica alle sole cartolarizzazioni nelle quali sia prevista una c.d. «*segmentazione*» del rischio di credito associato ad una esposizione cartolarizzata (o ad un portafoglio di esposizioni cartolarizzate). Si tratta, quindi, di operazioni di cartolarizzazione che prevedano emissioni di titoli ABS («*asset backed securities*») in due, o più, c.d. «*tranche*» (o serie) secondo il seguente schema: le *tranche* c.d. «*senior*» (meno rischiose e che, in genere, riconoscono tassi di rendimento più contenuti) sono rimborsate in priorità rispetto alle *tranche* c.d. «*junior*» (più rischiose, e che, di conseguenza, in genere, riconoscono tassi di rendimento più alti). Ai fini dell'applicabilità del Regolamento 2017/2402, l'Articolo 2 («*Definizioni*») richiede pertanto che l'operazione di cartolarizzazione abbia necessariamente tutte le seguenti caratteristiche:

- (i) i pagamenti effettuati nell'ambito dell'operazione devono dipendere dalla *performance* dell'esposizione o del portafoglio di esposizioni;
- (ii) la subordinazione dei segmenti deve determinare la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell'operazione; e
- (iii) l'operazione non deve creare esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all'articolo 147, paragrafo 8, del Regolamento (UE) n. 575/2013 («*CRR*») (vale a dire «*esposizioni da finanziamenti specializzati*» ⁽³⁾).

⁽³⁾ Sono esposizioni verso imprese aventi le seguenti caratteristiche: (a) esposizioni verso un'entità creata *ad hoc* per finanziare o amministrare attività materiali, o di esposizioni economicamente analoghe; (b) le condizioni contrattuali conferiscono al finanziatore un sostanziale controllo sulle attività e sul reddito da

Pertanto, sono escluse dall'ambito di applicazione del Regolamento 2017/2402: (a) in linea con quanto già precedentemente previsto dalla CRR, le operazioni di cartolarizzazione c.d. «*mono-tranche*» (*i.e.* che prevedono l'emissione di un'unica classe di titoli ABS) nonché, in generale, tutte le operazioni di cartolarizzazione che - pur prevedendo emissioni di più classi di titoli ABS - non prevedono la diversificazione del rischio tra gli stessi (*i.e.* in quanto tra le diverse classi di titoli ABS non sussiste alcuna subordinazione, essendo tali classi di titoli ABS rimborsate *pari passu* e *pro rata* tra loro); e (b) le operazioni c.d. «*multitranches*» (vale a dire operazioni che prevedono l'emissione di due o più *tranche* di titoli con segmentazione del rischio) che creano esposizioni classificate come «*esposizioni da finanziamenti specializzati*».

4. Gli obblighi di «*due diligence*»

Il quadro normativo europeo vigente (*ante* Regolamento 2017/2402) già contempla specifiche norme che impongono precisi obblighi di *due diligence* agli investitori in posizioni verso la cartolarizzazione (aventi determinati requisiti soggettivi individuati nei relativi regolamenti ad essi specificatamente applicabili (si veda *infra*)). In particolare tali obblighi sono delineati:

- (i) dalla CRR per gli «*enti creditizi*» e per le «*imprese di investimento*» ⁽⁴⁾;
- (ii) dal Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 (il «**Regolamento GEFIA**») per i gestori di fondi di investimento alternativi (i «**GEFIA**»); e
- (iii) dal Regolamento (UE) n. 35/2015 (il «**Regolamento 35/2015**») per le «*imprese di assicurazione e di riassicurazione*» ⁽⁵⁾.

Disciplinando la medesima materia (*i.e.* obbligo di *due diligence* in caso di investimenti in posizioni verso una cartolarizzazione) in diverse fonti, il descritto quadro normativo europeo determina alcuni evidenti disallineamenti: (i) da un lato, alcune categorie di investitori professionali non risultano essere assoggettate ad alcun obbligo di *due diligence* (si pensi ad esempio agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (gli «**OICVM**» ⁽⁶⁾) o agli enti pensionistici aziendali o professionali (gli «**EPAP**»⁽⁷⁾); (ii) dall'altro, si creano obblighi di *due diligence* diversi a seconda della tipologia di investitore professionale che investe nella cartolarizzazione. Il Regolamento 2017/2402 crea, invece, un quadro normativo unitario e semplificato in tema di obblighi di *due diligence* per gli investitori in posizioni verso la cartolarizzazione. Pertanto, tutti gli «*investitori istituzionali*» (diversi dal cedente, dal promotore o dal prestatore

esse prodotto; (c) la fonte primaria di rimborso dell'obbligazione è rappresentata dal reddito generato dalle attività finanziate piuttosto che dall'autonoma capacità di una più ampia impresa commerciale.

⁽⁴⁾ Si vedano le relative definizioni contenute all'articolo 4, paragrafo 1 della CRR.

⁽⁵⁾ Si vedano le relative definizioni contenute all'articolo 13, della Direttiva 2009/138/CE.

⁽⁶⁾ Si vedano le relative definizioni contenute all'articolo 2, paragrafo 1, lettera b), della Direttiva 2009/65/CE.

⁽⁷⁾ Si veda la Direttiva (UE) 2016/2341.

originario), ai sensi dell'Articolo 5 («*Obblighi di due diligence per gli investitori istituzionali*») del Regolamento 2017/2402, devono adottare determinati presidi, in materia di *due diligence*, sia in fase «*prodromica*», che successiva, all'investimento in posizioni verso la cartolarizzazione.

4.1. Gli obblighi di *due diligence* «prodromici» all'investimento in posizioni verso la cartolarizzazione

Per semplicità, tali obblighi di *due diligence* «prodromici» all'investimento in titoli ABS possono essere distinti in verifiche da effettuarsi da parte dell'investitore tese a:

- (a) verificare che le esposizioni da cartolarizzare siano state create nel corso dell'attività ordinaria del cedente (o del prestatore originario) nel rispetto di parametri di originazione del credito non meno rigorosi di quelli che il cedente (o il prestatore originario) applica al momento della creazione di analoghe esposizioni non cartolarizzate. In sostanza, obiettivo del Regolamento 2017/2402 è quello di evitare «*il riaffiorare di modelli «originate to distribute», vale a dire le situazioni in cui il prestatore applica al prestito politiche di sottoscrizione fiacche e fragili perché sa in anticipo che, in ultima analisi, i rischi connessi saranno venduti a terzi*». Il Regolamento 2017/2402 richiede quindi all'investitore di verificare che il cedente (o prestatore originario) abbia dato origine al credito cartolarizzato basandosi su criteri solidi e ben definiti e su precise procedure per approvare, modificare, rinnovare e finanziare tali crediti, disponendo di sistemi efficaci per l'applicazione di detti criteri e procedure;
- (b) verificare che il cedente, promotore o prestatore originario mantenga su base continuativa un interesse economico netto non inferiore al 5%;
- (c) verificare che il cedente, il promotore o la società veicolo per la cartolarizzazione («**SSPE**»), ove applicabile, abbia messo a disposizione le informazioni previste all'Articolo 7 del Regolamento 2017/2402 in tema di trasparenza (si veda *infra*) con la frequenza, e secondo le modalità, ivi stabilite; e
- (d) valutare i rischi insiti nell'operazione. Tale valutazione deve tener conto di una serie di fattori sia di «*tipo qualitativo*» relativi, quindi, alla qualità dell'*asset* cartolarizzato (e delle relative caratteristiche di rischio), che di «*tipo strutturale*», ossia relativi alle modalità di strutturazione della cartolarizzazione (e.g. che tipo di supporti di liquidità sono previsti nella cartolarizzazione (ad esempio, presenza o meno di una riserva di cassa), struttura della priorità dei pagamenti, presenza e tipologia di c.d. *trigger event*, etc.).

Il Regolamento 2017/2402 prevede un sistema che è in sostanza aperto alle cartolarizzazioni dei paesi terzi. Gli investitori istituzionali dell'UE possono investire anche in cartolarizzazioni extra-UE, per le quali dovranno esercitare sostanzialmente la stessa *due diligence* prevista per le cartolarizzazioni dell'UE; in particolare il

Regolamento 2017/2402 richiede che le verifiche di cui sopra (ed in particolare quelle di cui al punto (a) e (b)) siano effettuate secondo diverse modalità a seconda che si tratti di soggetti stabiliti nell'UE, o di soggetti stabiliti in paesi terzi ⁽⁸⁾.

4.2. Gli obblighi di *due diligence* successivi all'investimento in posizioni verso la cartolarizzazione

Il Regolamento 2017/2402 stabilisce, altresì, che l'investitore istituzionale (diverso dal cedente, dal promotore o dal prestatore originario della cartolarizzazione) che detiene una posizione verso la cartolarizzazione debba adottare una serie di presidi che gli permettano di controllare il rispetto - su base continuativa - degli elementi di cui al paragrafo 4.1 sopra, nonché di valutare la *performance* delle posizioni verso la cartolarizzazione e delle esposizioni sottostanti. In sintesi, tali presidi prevedono:

- (a) la predisposizione di procedure scritte adeguate e proporzionate al profilo di rischio dell'operazione che permettano il controllo e la verifica di determinate caratteristiche dell'operazione e dell'«asset» cartolarizzato (e.g. il tipo di esposizione, la percentuale di prestiti scaduti da più di trenta, sessanta e novanta giorni, i tassi di inadempienza, i tassi di rimborsi anticipati, i mutui insoluti, i tassi di recupero, i riacquisti, le modifiche dei prestiti, le sospensioni dei pagamenti, il tipo e il tasso di occupazione delle garanzie reali, la distribuzione di frequenza dei punteggi di affidabilità creditizia o di altre misurazioni del merito di credito delle esposizioni sottostanti, la diversificazione di settore e geografica, la distribuzione di frequenza degli indici di copertura del finanziamento con forchette di ampiezza tale da facilitare un'adeguata analisi di sensitività). Naturalmente la procedura (e conseguentemente i relativi controlli posti in essere in ottemperanza alla procedura stessa) dovrà essere pertinente alle caratteristiche dell'operazione e delle relative esposizioni sottostanti;
- (b) l'effettuazione di *stress-test*, in ogni caso pertinenti alla tipologia di operazione di cartolarizzazione di cui si detengono i relativi titoli ABS, e pertanto: (i) in caso di cartolarizzazioni diverse da un programma ABCP interamente garantito ⁽⁹⁾, lo *stress-test* dovrà riguardare i flussi di cassa e i valori delle garanzie reali a sostegno delle esposizioni sottostanti o, in mancanza di dati sufficienti a tal proposito, le ipotesi di perdita (tenuto conto della natura, della portata e della complessità del rischio della posizione verso la cartolarizzazione); (ii) in caso, invece, di

⁽⁸⁾ A titolo esemplificativo, in tema di criteri di concessione del credito, l'Articolo 5 del Regolamento 2017/2402 richiede, per i soggetti stabiliti nell'UE, che i criteri di concessione dei crediti rispecchino le procedure dettate all'Articolo 9, comma 1 del medesimo regolamento, mentre per i soggetti extra-UE richiede che i criteri di concessione del credito debbano basarsi su una valutazione approfondita del merito di credito del debitore.

⁽⁹⁾ Si intende un programma di emissione di *commercial paper* interamente e direttamente garantiti da un promotore che fornisce alla SSPE una o più linee di liquidità (c.d. «*asset-backed commercial paper programme*»).

programma ABCP interamente garantito, lo *stress-test* dovrà riguardare la solvibilità e la liquidità del promotore;

- (c) segnalazioni interne al proprio organo amministrativo affinché questo sia al corrente dei rischi rilevanti derivanti dalla posizione verso la cartolarizzazione e tali rischi siano gestiti in maniera adeguata; e
- (d) la capacità di dimostrare alle autorità competenti (qualora richiesto) di avere una visione globale e accurata della cartolarizzazione e dei rischi ad essa connessa (e di aver adottato le summenzionate politiche e procedure scritte per la gestione del rischio).

5. Il mantenimento del rischio: la «Retention Rule»

Ai sensi dell'Articolo 6 («*Mantenimento del rischio*») del Regolamento 2017/2402, il cedente, il promotore o il prestatore originario della cartolarizzazione deve mantenere, su base continuativa, un interesse economico netto rilevante nella cartolarizzazione non inferiore al 5% (misurato alla data di emissione dei titoli ABS). Se il cedente, il promotore o il prestatore originario non hanno concordato a chi spetti mantenere tale interesse economico netto, questo deve essere mantenuto dal cedente. In ogni caso non può essere considerato «cedente» ai fini del mantenimento del rischio, il soggetto che è costituito (o che opera esclusivamente) al fine di cartolarizzare esposizioni. Obiettivo del Regolamento 2017/2402 è quello, infatti, di evitare un'interpretazione troppo ampia del termine «cedente»: il soggetto che mantiene l'interesse economico dovrebbe essere, ad esempio, in grado di soddisfare un'obbligazione di pagamento anche con risorse estranee alle esposizioni cartolarizzate.

Il mantenimento di un interesse economico nella cartolarizzazione è teso ad assicurare un allineamento dell'interesse fra il cedente, il promotore o il prestatore originario della cartolarizzazione e gli investitori. Invero le normative europee settoriali vigenti sopra analizzate (*i.e.* CRR, Regolamento 35/2015 e Regolamento GEFIA) già impongono obblighi di mantenimento del rischio e stabiliscono le modalità mediante le quali tale rischio può essere mantenuto nel contesto di operazioni di cartolarizzazione. Come già evidenziato precedentemente in tema di «*due diligence*», anche in tema di mantenimento del rischio, la normativa europea vigente non appare unitaria e detta regole diverse a seconda dell'investitore istituzionale che effettua l'investimento. Anche in questo caso, pertanto, il Regolamento 2017/2402 interviene a disegnare un quadro uniforme in tema di mantenimento del rischio, da applicarsi indistintamente in tutte le circostanze in cui «*si applica la sostanza economica di una cartolarizzazione*» (*i.e.* sostanzialmente in tutti i casi in cui la cartolarizzazione prevede una frammentazione del rischio mediante emissioni in *tranche*).

In tale ottica, nel Regolamento 2017/2402 sono riprese, e riproposte, le medesime modalità (già previste e disciplinate nell'ambito normativo europeo vigente) di mantenimento del rischio (*e.g.* «*vertical slice*», «*first loss tranche*», «*randomly selected*

exposure»), ma viene attuato un importante cambio di prospettiva nell'approccio relativo alle modalità di verifica dell'applicazione in concreto del mantenimento del rischio. L'impianto normativo precedente all'emanazione del Regolamento 2017/2402 è, infatti, costruito sul *c.d.* «*approccio indiretto*»: i cedenti, i promotori o prestatori originari non sono sottoposti direttamente ad obblighi di mantenimento, ma è l'investitore che deve verificare che uno di tali soggetti effettivamente mantenga, per tutta la durata dell'operazione di cartolarizzazione, una parte congrua di rischio (*i.e.* almeno il 5%). Tuttavia, questo approccio, risulta estremamente oneroso per l'investitore, che non ha accesso diretto alle informazioni necessarie per effettuare tale verifica. Il Regolamento 2017/2402, invece, cambiando radicalmente prospettiva, adotta un *c.d.* «*approccio diretto*» assoggettando, a seconda del caso, direttamente il cedente, il promotore o il prestatore originario all'obbligo di mantenimento del rischio e di informazione. In particolare, i dati sul rischio mantenuto (ivi incluse le informazioni su quale modalità di mantenimento del rischio è stata concretamente applicata) devono - a norma dell'Articolo 7 del Regolamento 2017/2402 - essere messe a disposizione degli investitori mediante un repertorio di dati sulle cartolarizzazioni ⁽¹⁰⁾.

Per concludere, si segnala che conformemente alla normativa dell'UE attualmente in vigore, anche il Regolamento 2017/2402 prevede deroghe all'obbligo di mantenimento del rischio qualora le esposizioni cartolarizzate siano costituite da esposizioni garantite integralmente, incondizionatamente e irrevocabilmente, da autorità pubbliche.

6. Gli obblighi di trasparenza

La capacità degli investitori e dei potenziali investitori di esercitare la *due diligence*, e quindi di valutare con cognizione di causa il merito di credito delle operazioni di cartolarizzazione, dipende dall'accesso che hanno alle informazioni su tali operazioni. In tale ottica, l'Articolo 7 («*Obblighi di trasparenza per cedenti, promotori e SSPE*») del Regolamento 2017/2402 stabilisce: (i) quali informazioni il cedente, il promotore e la SSPE devono mettere a disposizione dei potenziali investitori e delle autorità competenti; e (ii) le modalità per mettere a disposizione tali informazioni.

6.1. Le informazioni da rendere disponibili

Le informazioni che il cedente, il promotore e la SSPE devono mettere a disposizione dei potenziali investitori e delle autorità competenti sono almeno le seguenti:

- (a) la documentazione contrattuale dell'operazione (*e.g.* contratto di cessione, contratto di *servicing*, accordo tra creditori, contratto di agenzia, *etc.*). Attenzione particolare è posta nei confronti del prospetto dell'operazione, che qualora non fosse redatto sulla base delle previsioni della direttiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo e del

⁽¹⁰⁾ Si intende una persona giuridica che raccoglie e conserva in modo centralizzato le documentazioni sulle cartolarizzazioni che opera ed è autorizzato ai sensi delle previsioni di cui agli Articoli da 10 a 17 del Regolamento 2017/2402.

Consiglio (la c.d. «**Direttiva Prospetti**») deve contenere almeno un *set* di informazioni minime predefinite che includono, tra le altre: diagrammi di struttura, flussi di cassa, la gerarchia di allocazione delle perdite (c.d. «*loss waterfall*»), i dispositivi di supporto del credito e di supporto della liquidità, i particolari concernenti i diritti di voto dei detentori dei titoli ABS. Deve comunque sottolinearsi che il Regolamento 2017/2402 prevede che il cedente, il promotore e la SSPE possono comunque fornire agli investitori una sintesi della documentazione in questione;

- (b) l' informativa trimestrale sulle esposizioni sottostanti oppure, nel caso degli ABCP, l' informativa mensile sui diversi crediti sottostanti riguardante: tutti i dati significativi sulla qualità creditizia e sulle *performance* di tali esposizioni; i dati relativi agli eventi che determinano la sostituzione di una controparte tecnica dell' operazione (ad esempio, cambio/sostituzione del *servicer* o della banca agente) o la modifica della priorità di pagamento applicabile (ad esempio, a seguito del verificarsi di un c.d «*trigger event*»); i dati sul rischio mantenuto (e sulle modalità di mantenimento dello stesso), e per le cartolarizzazioni che non sono operazioni ABCP, i dati sui flussi di cassa generati dalle esposizioni sottostanti e dalle passività della cartolarizzazione; e
- (c) le «*informazioni privilegiate*» come individuate all' Articolo 17 del Regolamento (UE) n. 596/2014, e, anche qualora non rientrino nel novero delle suddette informazioni privilegiate, le informazioni relative a: (i) qualsiasi evento significativo che determini una violazione sostanziale degli obblighi stabiliti nei documenti dell' operazione (incluse le successive misure correttive); (ii) deroghe (o consensi) risultanti dalle suddette violazioni; (iii) modifiche alle caratteristiche strutturali dell' operazione produttive di effetti rilevanti sulla *performance* della cartolarizzazione; (iv) modifiche delle caratteristiche di rischio della cartolarizzazione (o delle esposizioni sottostanti) in grado di produrre un effetto rilevante sulla *performance* della cartolarizzazione; e (v) qualsiasi modifica rilevante dei documenti dell' operazione.

6.2. Le modalità per mettere a disposizione tali informazioni

Il cedente, il promotore e la SSPE della cartolarizzazione devono designare tra loro il soggetto incaricato di soddisfare gli obblighi di informazione sopra descritti. Il soggetto così designato mette a disposizione le informazioni mediante un repertorio di dati sulle cartolarizzazioni registrato secondo le modalità specificatamente dettate dal Regolamento 2017/2402. Qualora non fosse registrato alcun repertorio di dati sulle cartolarizzazioni, le informazioni devono essere messe a disposizione tramite un sito *web* che presenti determinate caratteristiche di qualità (*e.g.* che disponga di un sistema efficiente di controllo qualitativo dei dati, che renda possibile la conservazione delle informazioni per almeno cinque anni dopo la data di scadenza della cartolarizzazione, che disponga di sistemi che assicurano la protezione e l' integrità delle informazioni ricevute e la loro

pronta registrazione, che sia soggetto a procedure adeguate tese ad individuare tutte le fonti di rischio operativo, che sia soggetto ad adeguate regole di *governance* e dotato di una struttura organizzativa adeguata che assicuri la continuità e il regolare funzionamento del sito). La documentazione della cartolarizzazione deve comunque indicare: (a) il soggetto responsabile della segnalazione delle informazioni; ed (b) il repertorio di dati sulle cartolarizzazioni in cui le informazioni sono messe a disposizione.

L'obiettivo delle previsioni sopra descritte è quello di fornire agli investitori una fonte unica e controllata dei dati necessari per esercitare la *due diligence*. In ogni caso, il Regolamento 2017/2402 prevede un'importante deroga: gli obblighi di notifica a un repertorio di dati delle informazioni relative alle operazioni di cartolarizzazioni (o, in assenza, di fornire le informazioni su apposito sito *web*) non si applicano alle cartolarizzazioni per cui, conformemente alla Direttiva 2003/71/CE, non occorre redigere un prospetto. In sostanza, il Regolamento 2017/2402 ha riconosciuto che un'estensione *tout court* a tutte le cartolarizzazioni dell'obbligo di notifica delle informazioni avrebbe potuto compromettere la fattibilità delle c.d. «operazioni private» (che oggi assumono un'importante rilevanza nel mercato dalle cartolarizzazioni). Si tratta, infatti di operazioni di cartolarizzazione realizzate «*su misura*» dalle parti senza rivelare al pubblico, al mercato (*rectius*, ai concorrenti), ed in maniera generalizzata, informazioni commerciali sensibili relative all'operazione (ad esempio, la necessità di finanziamenti da parte di una società per espandere la propria produzione o l'ingresso di un'impresa di investimento in un nuovo segmento di mercato), oppure alle esposizioni sottostanti (ad esempio, la tipologia di crediti commerciali generati da una determinata impresa industriale). In tali casi, dunque, essendo operazioni strutturate in maniera c.d. «*tailored made*» sulle esigenze del soggetto finanziato da parte di uno (o più) specifico/ci investitore/i, il Regolamento 2017/2402 non ritiene necessario (anzi, ritiene controproducente) la diffusione di informazioni al pubblico, essendo, in tal caso, gli investitori in contatto diretto con il cedente (e/o con il promotore) e ricevendo direttamente da questi tutte le informazioni necessarie per esercitare la *due diligence*.

7. Il divieto di ri-cartolarizzazione

Il Regolamento 2017/2402 introduce un divieto (si noti bene, non generalizzato, ma sottoposto ad alcune specifiche deroghe) di «*ri-cartolarizzazione*», definite come cartolarizzazioni in cui almeno una delle esposizioni sottostanti è una posizione verso una cartolarizzazione. In particolare, dai *consideranda* del Regolamento 2017/2402 si evince come le ri-cartolarizzazioni vengano considerate operazioni che (vista la complessità di struttura delle stesse su più livelli di emissione differenti) possono ostacolare il livello di trasparenza che il regolamento stesso intende stabilire e, pertanto, possono essere realizzate solo laddove sussista un c.d. «*fine legittimo*». Sono considerati fini legittimi ai sensi del Regolamento 2017/2402 i seguenti ⁽¹⁾: (a) agevolare la liquidazione di un ente

⁽¹⁾ Si noti che in ogni caso, l'ESMA potrebbe ampliare, in stretta cooperazione con l'EBA, mediante l'emanazione di specifiche norme tecniche di regolamentazione l'elenco dei c.d. «*fini legittimi*» previsti nel Regolamento 2017/2402

creditizio, un'impresa di investimento o un ente finanziario; (b) assicurare la solidità di un ente creditizio, un'impresa di investimento o un ente finanziario in situazione di continuità aziendale, al fine di evitarne la liquidazione; o (c) salvaguardare gli interessi degli investitori, qualora le esposizioni sottostanti siano deteriorate.

Occorre sottolineare come la valutazione in merito alla sussistenza di un «*fine legittimo*» debba esser condotta *ex ante* dalle competenti autorità di vigilanza ⁽¹²⁾ che, a seguito di un *iter* procedimentale autorizzativo, deve rilasciare un'autorizzazione al soggetto sottoposto alla propria vigilanza alla realizzazione di una ri-cartolarizzazione. Infine, si segnala che il divieto di ri-cartolarizzazione non si applica: (a) alle cartolarizzazioni i cui titoli sono stati emessi prima del 1° gennaio 2019 e (b) ai programmi ABCP interamente garantiti a condizione che nessuna delle operazioni ABCP nell'ambito dei programmi in questione costituisca una ri-cartolarizzazione e il supporto di credito non determini un secondo strato di segmentazione a livello di programma.

8. La vendita di cartolarizzazioni ai clienti al dettaglio

Il Regolamento 2017/2402 stabilisce alcuni presidi che devono esser rispettati dal venditore nel caso in cui i titoli ABS vengano collocati «*a clienti al dettaglio*» ⁽¹³⁾. In particolare il venditore deve (prima di collocare i titoli ABS presso un cliente al dettaglio): (a) verificare l'idoneità del cliente ad effettuare l'investimento secondo le modalità dettate dall'articolo 25, paragrafo 2, della direttiva 2014/65/UE ⁽¹⁴⁾; (b) appurare, sulla base della verifica di cui alla lettera (a) che precede, che l'investimento in titoli ABS sia idoneo per tale cliente al dettaglio; e (c) comunicare, mediante una relazione indirizzata al cliente al dettaglio, l'esito della verifica relativa all'idoneità dello stesso ad effettuare l'investimento.

Inoltre, una volta superato il «*test di idoneità*» di cui sopra e qualora il portafoglio di strumenti finanziari del cliente al dettaglio non abbia valore maggiore di Euro 500.000, il venditore, sulla base delle informazioni fornitegli dal cliente al dettaglio, deve, altresì verificare che: (i) tale cliente non investa un importo aggregato superiore al 10% del suo portafoglio di strumenti finanziari in posizioni verso la cartolarizzazione; e (ii) che l'importo minimo iniziale investito (in una o più posizioni verso la cartolarizzazione) sia pari ad almeno Euro 10.000. Resta comunque inteso che le succitate disposizioni dovranno esser coordinate con il dettato della legge n.130 del 30 aprile 1999 (la «*Legge*

⁽¹²⁾ Si intendono le autorità competenti designate a norma dell'articolo 29, paragrafo 2, 3 o 4, del Regolamento 2017/2402.

⁽¹³⁾ Sono clienti al dettaglio quelli definiti come tali all'articolo 4, paragrafo 1, punto 11), della Direttiva 2014/65/UE, vale a dire tutti i clienti che non abbiano i requisiti per essere definiti clienti professionali.

⁽¹⁴⁾ Il venditore deve ottenere le informazioni necessarie in merito: (i) alle conoscenze ed esperienze del cliente (o del potenziale cliente) in materia di investimenti; e (ii) alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale cliente di sostenere le perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio, in modo di essere in grado di raccomandare strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o al potenziale cliente e siano in particolare adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite

sulla Cartolarizzazione») che richiede, che qualora i titoli ABS siano sottoscritti da investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di almeno un'agenzia di *rating*.

9. La data di applicazione del Regolamento 2017/2402

Il Regolamento 2017/2402 si applica ai titoli emessi a decorrere dal 1° gennaio 2019. Il Regolamento 2017/2402 prevede comunque una serie di disposizioni transitorie tese a garantire la continuità di applicazione delle previsioni in tema di obblighi di *due diligence* e mantenimento del rischio.